

Claves de la semana

Dirección de Inversiones Banca Privada

Semana del 5 al 9 de octubre de 2026

Madrid, 5 de octubre de 2026



Mejor Equipo de Asset
Allocation y Multiactivos
en Gestora Nacional 2025



Mejor Equipo de
Sostenibilidad en
Gestora Nacional 2025



Mejor Selector/a de fondos
Patricia Gutiérrez



Firmante de los
UNPRI



Firmante The Net
Zero Asset Managers

Monitor de Mercado

DATOS DE MERCADO

		Actual	Día	Últ. 7 días	MTD	YTD	Últ. 12 meses
EUROPA	MSCI Europe	211,2	+0,79%	-1,13%	-0,46%	+6,87%	+11,84%
	EUROSTOX 50	6.238,5	+1,02%	-1,02%	-0,49%	+7,72%	+11,78%
	UK	10.462,0	+0,32%	-2,18%	-1,36%	+5,34%	+10,75%
	ALEMANIA	25.231,2	+1,17%	-0,70%	+0,13%	+3,02%	+4,63%
	FRANCIA	7.897,2	+0,79%	-2,24%	-0,85%	-3,10%	-0,88%
	ESPAÑA	19.085,3	+0,42%	-3,12%	-1,75%	+10,27%	+22,82%
	ITALIA	50.483,2	+0,49%	-2,67%	-1,73%	+12,32%	+17,19%
USA	S&P 500	7.722,7	+0,73%	-0,27%	+0,93%	+12,81%	+15,07%
	S&P 100	3.854,7	+0,86%	-0,35%	+0,83%	+12,30%	+15,23%
	NASDAQ	27.190,9	+1,19%	+0,45%	+1,23%	+16,99%	+19,49%
	DOW JONES	51.177,0	+0,49%	-1,26%	+0,53%	+6,48%	+10,20%
	NIKKEI	68.309,5	-0,94%	+2,93%	+2,33%	+35,70%	+53,33%
EMERGENTES (*)	GLOBAL	775,4	-0,33%	-0,27%	+0,28%	+12,70%	+13,77%
	EUROPA	74,0	-0,55%	-4,16%	-3,12%	+23,08%	+39,36%
	ASIA	796,3	-0,52%	+0,25%	+1,39%	+41,35%	+46,36%
	LATAM	2.732,6	+1,58%	+2,22%	+1,95%	+18,37%	+26,93%
GLOBAL	MSCI MUNDIAL	4.926,3	+0,67%	-0,64%	+0,48%	+11,19%	+13,96%

MATERIAS PRIMAS

	Valor	Día	Últ. 7 días	Mes	Año	Últ. 12 meses
Petróleo	102,3	-0,06%	-1,98%	-1,24%	+68,04%	+56,47%
Oro	4.141,2	-0,87%	-3,35%	-0,39%	-4,13%	+7,13%
Metales	218,0	+2,54%	-0,03%	+2,67%	+23,22%	+44,90%

* Rentabilidades expresadas en euros en RF emergente.

* Datos de cierre

BONOS

	Valor	Día	Últ. 7 días	Mes	Año	Últ. 12 meses
Monetario	157,6	0,00%	+0,05%	+0,02%	+1,53%	+2,03%
Crédito	244,0	+0,03%	+0,33%	+0,14%	-1,13%	-0,94%
Gobiernos	694,9	+0,54%	+0,09%	+0,25%	-2,99%	-2,80%
RF Emergente*	1.313,9	-0,05%	-0,42%	+0,07%	+1,61%	+4,99%
High Yield	390,9	-0,24%	-0,80%	-0,52%	-0,46%	+0,09%

* Rentabilidades expresadas en euros en RF emergente.

% TIPOS DE INTERÉS

	USA	España	Alemania	UK	Japón
3 Meses	4,09	2,50	2,48	4,06	1,30
1 Año	4,45	3,03	2,92	4,54	1,65
3 Años	4,95	3,39	3,14	4,86	2,10
5 Años	5,05	3,58	3,24	4,91	2,37
10 Años	5,27	4,09	3,46	5,37	3,09
30 Años	5,62	4,59	3,82	5,89	4,20

DIVISAS

	Valor	Día	Semana	Mes	Año	Últ. 12 meses
Eur/Dólar	1,13	+0,10%	-1,19%	-0,66%	-4,18%	-4,07%
Eur/Yen	177,66	-0,05%	-0,83%	-0,39%	-3,45%	+2,97%
Eur/Libra	0,85	-0,26%	-1,19%	-0,51%	-2,51%	-2,37%

02-oct.-26

Resumen Semanal

La economía mundial continúa mostrando una resistencia sorprendente frente a una acumulación de perturbaciones que, en otras circunstancias, habría provocado un deterioro mucho más visible de la actividad y de los mercados. El encarecimiento de la energía, las crecientes tensiones fiscales y el fuerte aumento de los tipos reales han llevado las rentabilidades de la deuda soberana a máximos de varias décadas. Sin embargo, la actividad mantiene un tono sólido y la renta variable continúa resistiendo. Una explicación fundamental de esta aparente contradicción se encuentra en el ciclo de inversión asociado a la inteligencia

artificial, que está actuando simultáneamente como un potente estímulo de demanda en el presente y como una expectativa de mejora de productividad y oferta para el futuro.

Los últimos indicadores refuerzan esta percepción de fortaleza. El PMI manufacturero global aumentó en septiembre hasta 53 puntos, máximo de 55 meses, con avances importantes tanto de la producción como de los nuevos pedidos. Las exportaciones coreanas, estrechamente relacionadas con el ciclo tecnológico mundial, crecieron un 84% interanual, mientras Japón mostró una mejora de la confianza empresarial y unas previsiones de beneficios especialmente robustas. En Estados Unidos, las revisiones del PIB elevaron el crecimiento del segundo trimestre hasta el 2,2% anualizado y mostraron una trayectoria del consumo y de las rentas de los hogares más favorable de lo estimado anteriormente. El ISM manufacturero permaneció igualmente en niveles compatibles con una expansión sólida, aunque acompañado de una intensificación de las presiones sobre los costes.

La inteligencia artificial está desempeñando un papel singular dentro de este escenario. A corto plazo, la construcción de centros de datos y la enorme inversión tecnológica están impulsando el gasto empresarial estadounidense y alimentando la demanda de manufacturas y exportaciones en otras regiones. A largo plazo, las valoraciones bursátiles incorporan además la expectativa de que estas inversiones generarán importantes aumentos de productividad. Esto ayuda a entender por qué las bolsas han tolerado hasta ahora un incremento de las rentabilidades que normalmente habría provocado una contracción significativa de las valoraciones. El riesgo es igualmente evidente: mientras el impulso sobre la demanda ya puede observarse en los datos, la mejora de productividad sigue siendo fundamentalmente una promesa. Si tardase mucho en materializarse, las valoraciones podrían verse obligadas a ajustarse, con consecuencias sobre riqueza, crédito y confianza.

En Estados Unidos, la fotografía inflacionista mejoró parcialmente. El PCE subyacente avanzó un 0,25% mensual en agosto, pero las revisiones metodológicas redujeron cuatro décimas su tasa interanual, hasta el 3,0%. Más significativa todavía fue la desaceleración de la medida anualizada a tres meses, desde el 4,3% registrado en febrero hasta aproximadamente el 2%. No obstante, el riesgo energético permanece abierto. El precio del diésel acumula una subida cercana al 80% durante el año y, si estos niveles persisten, su impacto podría extenderse progresivamente desde la energía hacia los costes de transporte, bienes y servicios.

El mercado laboral estadounidense proporcionó, en cambio, cierto alivio para la Reserva Federal. En septiembre únicamente se crearon 29.000 empleos, muy por debajo de lo esperado, y los dos meses anteriores fueron revisados a la baja en 60.000 puestos. La tasa de desempleo aumentó ligeramente hasta el 4,2%. El dato cuestiona la percepción de una reaceleración del empleo que había surgido en agosto y reduce la urgencia de continuar

endureciendo inmediatamente la política monetaria. La comunicación de varios miembros de la Fed reforzó esta lectura y la probabilidad descontada por el mercado de una subida en octubre cayó desde aproximadamente el 65% hasta menos del 25%. El escenario más probable pasa ahora por una pausa en octubre, aunque la persistencia inflacionista podría justificar un movimiento adicional posteriormente.

Europa presenta una combinación menos confortable. La inflación de la eurozona aceleró en septiembre desde el 3,2% hasta el 3,8%, fundamentalmente por la energía, que registró un incremento interanual cercano al 19%. La inflación subyacente aumentó solo una décima, hasta el 2,5%, pero los servicios volvieron a acelerarse. La actividad, entretanto, está mostrando mayor resistencia de la esperada, lo que limita el margen del BCE.

El principal foco de tensión continúa concentrándose en la renta fija. El Treasury estadounidense a diez años alcanzó el 5,29%, mientras las ventas se extendieron al conjunto de los mercados soberanos. En Europa, el diferencial francés frente al Bund llegó a superar brevemente los 150 puntos básicos, máximo desde la crisis soberana, y el italiano rebasó los 130 puntos. Francia concentra una preocupación especial por la combinación de bajo crecimiento nominal, déficit elevado y aumento del coste de financiación. El presupuesto pretende reducir el déficit mediante un ajuste fiscal considerable, pero su aprobación parlamentaria resulta compleja y el aumento de los intereses de la deuda dificulta adicionalmente el cumplimiento de los objetivos fiscales.

La energía sigue siendo el elemento capaz de modificar rápidamente todo este equilibrio. Las negociaciones entre Estados Unidos e Irán permanecen abiertas, mientras las restricciones de oferta de productos refinados han llevado al diésel a convertirse en el principal foco de tensión. Rusia ha prolongado sus restricciones a las exportaciones, China ha suspendido temporalmente las suyas y el G7 ha acordado liberar de manera coordinada 100 millones de barriles de reservas de productos petrolíferos. Pese a estas medidas, el Brent permanece por encima de 100 dólares y las condiciones del mercado físico continúan siendo muy complejas.

En definitiva, el escenario actual puede entenderse como una lucha entre varios impactos negativos y uno extraordinariamente poderoso de signo positivo. Energía, geopolítica, política fiscal y tipos elevados presionan simultáneamente sobre inflación y condiciones financieras, mientras la inteligencia artificial sostiene inversión, manufacturas, beneficios y expectativas de productividad. Por ahora, este último factor está dominando la narrativa de los mercados y explica buena parte de la resistencia de la renta variable.

Renta Variable

La semana estuvo marcada por la combinación de rentabilidades soberanas en máximos de varios años, una creciente preocupación por la concentración de las subidas bursátiles en un número cada vez más reducido de compañías y un informe de empleo estadounidense mucho más débil de lo esperado que modificó de forma abrupta las expectativas sobre los próximos movimientos de la Reserva Federal. Durante buena parte de la semana, los mercados estuvieron sometidos a la presión de unos tipos largos cada vez más elevados, favorecidos por la resistencia de la actividad, unas presiones inflacionistas persistentes y el tono restrictivo de varios miembros de la Fed. El viernes, sin embargo, la creación de apenas 29.000 empleos en septiembre, junto con el aumento de la tasa de paro hasta el 4,2%, redujo drásticamente la probabilidad de una nueva subida en octubre y proporcionó cierto alivio a los activos de riesgo.

En Estados Unidos, la fotografía semanal fue más débil de lo que sugería la reacción positiva de la última sesión. El S&P 500 cedió un 0,27% en la semana, el S&P 100 retrocedió un 0,35% y el Dow Jones perdió un 1,26%, mientras que el Nasdaq consiguió avanzar un 0,45%. La divergencia entre índices volvió a reflejar el protagonismo de las grandes compañías tecnológicas y, en particular, del ecosistema de inteligencia artificial. Bajo la superficie, sin embargo, continuaron apareciendo señales de fragilidad: los bancos siguieron sufriendo ante el fuerte incremento de las rentabilidades (acumulan ya una caída del 12% desde sus máximos de agosto) y la acción mediana del S&P 500 permaneció muy alejada de sus máximos recientes. Del mismo modo, el S&P 500 equiponderado se anotó su séptima caída semanal consecutiva.

El principal catalizador macroeconómico fue el informe de empleo. La debilidad de las nóminas, las revisiones a la baja de los meses anteriores y la moderación salarial cuestionaron la narrativa de reaceleración del mercado laboral que había ganado fuerza en agosto. La consecuencia inmediata fue una revisión importante de las expectativas de política monetaria: el mercado ha dejado ya de esperar una nueva subida de tipos en la reunión de este mes.

Europa mostró una debilidad especialmente acusada ante el fuerte aumento de la volatilidad en los mercados de deuda, con el MSCI Europe retrocediendo un 1,13% y el EuroStoxx 50 un 1,02% durante la semana. El problema no fue únicamente el nivel alcanzado por las rentabilidades, sino la naturaleza del movimiento: unos rendimientos más elevados asociados a mayor crecimiento y beneficios pueden ser compatibles con bolsas alcistas, pero esta vez estuvieron acompañados por inflación energética, expectativas de una política monetaria más restrictiva y crecientes tensiones fiscales. Francia se convirtió en el epicentro del ajuste, con el diferencial OAT-Bund alcanzando niveles no vistos desde la crisis soberana de 2011,

mientras los inversores aumentaban su preocupación por las perspectivas presupuestarias del país. La tensión terminó trasladándose también al crédito y, especialmente, a los bancos, que sufrieron su peor semana desde marzo al imponerse el temor a que unos costes de financiación excesivamente elevados terminen afectando al crecimiento del crédito y a la calidad de los balances.

La tecnología constituyó la principal excepción, apoyada nuevamente por el ciclo de inteligencia artificial, pero Europa dispone de muchos menos grandes ganadores tecnológicos que Estados Unidos y mantiene una mayor exposición a bancos, industriales y sectores cíclicos sensibles a los tipos. La amplitud fue, por tanto, claramente negativa, con aproximadamente tres cuartas partes de los componentes del EuroStoxx 50 terminando la semana a la baja, lo que confirma que el aumento de los tipos está empezando a ejercer una presión más generalizada sobre la renta variable europea.

Asia volvió a mostrar una elevada dispersión. El Nikkei avanzó un 2,93% durante la semana, beneficiándose del buen comportamiento de las tecnológicas y de la debilidad del yen, mientras la renta variable emergente asiática ganó apenas un 0,25%. La bolsa china continuó sometida a dudas sobre la efectividad de los estímulos y al deterioro de parte del segmento tecnológico ligado al hardware de inteligencia artificial. En el conjunto de emergentes, Europa perdió un 4,16%, mientras Latinoamérica destacó positivamente con una subida del 2,22%.

La inteligencia artificial continuó siendo el gran factor estructural de soporte para los mercados. La preparación de la salida a bolsa de Anthropic, las nuevas inversiones de Nvidia y SoftBank en OpenAI y la expansión del ciclo tecnológico en Taiwán reforzaron la idea de que el gasto vinculado a IA sigue generando uno de los pocos focos de crecimiento claramente diferenciado. Al mismo tiempo, esta fortaleza aumenta la dependencia de los índices respecto a un número reducido de compañías y sectores, elevando el riesgo de que cualquier decepción tecnológica tenga un impacto desproporcionado sobre el mercado.

Renta Fija

La renta fija global atravesó otra semana de elevada tensión, con el tramo largo de las curvas soberanas concentrando buena parte de las pérdidas y las rentabilidades alcanzando niveles no observados en más de dos décadas. En Estados Unidos, el Treasury a 30 años llegó a superar el 5,6%, mientras el diez años volvió a moverse por encima del 5,3% durante la semana. Ni la moderación del PCE ni el descenso inicial del petróleo fueron suficientes para estabilizar el mercado, ante la combinación de una actividad resistente, inflación elevada y una

Reserva Federal que continúa dejando abierta la posibilidad de un endurecimiento adicional.

El principal punto de inflexión llegó el viernes con el informe de empleo estadounidense. La creación de apenas 29.000 puestos de trabajo, acompañada de un aumento del desempleo hasta el 4,2%, provocó una fuerte caída de las rentabilidades en los vencimientos cortos y redujo drásticamente las probabilidades descontadas de una subida de tipos en octubre. El alivio, sin embargo, fue incompleto: las rentabilidades largas recuperaron posteriormente parte del descenso, reflejando que el mercado interpreta los datos como suficientemente débiles para permitir una pausa de la Fed, pero no como una señal clara de deterioro económico capaz de eliminar los riesgos inflacionistas. El Treasury a diez años terminó así alrededor del 5,27% y el treinta años en el 5,62%.

En Europa, Francia volvió a convertirse en el principal foco de tensión soberana. El diferencial OAT-Bund alcanzó aproximadamente 150 puntos básicos, niveles no vistos desde la crisis de deuda de 2011, ante la combinación de incertidumbre política y preocupación por la sostenibilidad fiscal. Italia también sufrió una ampliación de su prima de riesgo, aunque menos intensa, mientras Alemania se benefició de importantes flujos de refugio. Esta divergencia explica que el comportamiento agregado de la deuda pública europea resulte bastante más benigno que la violencia observada en determinados mercados nacionales. De hecho, los precios de los bonos de gobiernos avanzaron un 0,09% durante la semana, aunque acumulan todavía una caída del 2,99% en el año.

El crédito empezó igualmente a acusar el endurecimiento de las condiciones financieras. Los segmentos de mayor calidad mantuvieron una notable resistencia y el crédito investment grade avanzó un 0,33% semanal, pese a que sus rentabilidades absolutas continúan aumentando. El deterioro fue mucho más visible en los activos de mayor riesgo y los precios de los índices de high yield europeos retrocedieron un 0,80% en el cómputo semanal. En Estados Unidos, los diferenciales de los bonos con rating CCC llegaron a superar los 1.000 puntos básicos, entrando en territorio asociado a situaciones de estrés por primera vez desde la crisis bancaria regional de 2023.

Materias primas

Las materias primas tuvieron una semana de corrección moderada, aunque con comportamientos diferenciados. El petróleo retrocedió un 1,98%, hasta 102,3 dólares, favorecido por cierta relajación de las tensiones sobre la oferta. El oro sufrió una corrección

más intensa, del 3,35% semanal, hasta 4.141 dólares, penalizado por la fortaleza del dólar y el repunte de las rentabilidades reales. Por su parte, los metales industriales se mantuvieron prácticamente planos, con un descenso marginal del 0,03%.

Divisas

En divisas, la semana estuvo marcada por un nuevo fortalecimiento generalizado del dólar, favorecido por el fuerte repunte de las rentabilidades estadounidenses y por las crecientes tensiones fiscales y políticas en Europa. El euro retrocedió un 1,19% frente al dólar, hasta 1,13, acumulando ya una depreciación superior al 4% en el año. La moneda única también perdió un 0,83% frente al yen, mientras que frente a la libra cedió un 1,19%. El débil informe de empleo estadounidense permitió cierta recuperación del euro al final de la semana.

Datos macroeconómicos publicados en Europa

La actividad en Europa continuó ofreciendo señales de mejora y los mercados laborales conservaron una notable resistencia, pero el repunte de la inflación volvió a complicar el escenario para el BCE. Las encuestas empresariales apuntaron a una recuperación más amplia del ciclo, especialmente en manufacturas y servicios, mientras que la confianza de los consumidores siguió acusando el impacto del encarecimiento de la energía.

La inflación sorprendió al alza en prácticamente todas las grandes economías de la eurozona. La tasa armonizada alcanzó el 5,0% en España, donde el encarecimiento de los combustibles se superpone a unas presiones domésticas elevadas, mientras que aceleró hasta el 4,1% en Italia y el 3,4% en Francia, ambas por encima de las previsiones. En Alemania se situó en el 3,3%, máximo de casi tres años, aunque la inflación subyacente permaneció estable en el 2,4%. Esta evolución llevó la tasa general del conjunto de la eurozona desde el 3,2% hasta el 3,8%, también por encima del consenso, mientras la subyacente apenas aumentó una décima, hasta el 2,5%.

La evolución de la actividad ofreció, por el contrario, señales bastante constructivas. El PMI manufacturero de septiembre de la eurozona fue revisado dos décimas al alza, hasta 52,9 puntos, confirmando que la recuperación industrial está ganando consistencia. La mejora tuvo además una composición geográfica relativamente amplia, con España alcanzando los 51,0 puntos e Italia los 50,4, mientras las lecturas de Francia y Alemania también fueron revisadas

al alza. La señal de los PMI encontró respaldo parcial en la encuesta de confianza de la Comisión Europea. Aunque el indicador agregado retrocedió cinco décimas, hasta 97,9 puntos, el deterioro se concentró fundamentalmente en los consumidores. El sentimiento empresarial continuó mejorando tanto en manufacturas como en servicios, mientras construcción y comercio minorista permanecieron más rezagados. Por países, la confianza avanzó en Alemania y España y cedió ligeramente en Francia e Italia.

La divergencia entre empresas y hogares constituye una de las claves de la coyuntura europea. Los consumidores siguen acusando el deterioro de sus perspectivas financieras provocado por el aumento de los precios, mostrando una menor disposición a realizar grandes compras y una mayor propensión al ahorro. Sin embargo, esta cautela todavía no se está traduciendo en un deterioro significativo del mercado laboral. La tasa de desempleo de la eurozona permaneció estable en agosto en el 6,4%, exactamente en línea con las previsiones, reforzando la imagen de una economía que está soportando razonablemente bien el endurecimiento de las condiciones financieras y la crisis energética.

España volvió a ofrecer un buen ejemplo de esa resistencia del empleo. La afiliación a la Seguridad Social aumentó en septiembre en 92.300 personas, hasta 22,44 millones de cotizantes, un 3,4% más que un año antes. El paro registrado aumentó simultáneamente en 23.600 personas y encadenó su tercer mes consecutivo al alza, pero continuó descendiendo un 1,7% interanual. Esta aparente contradicción está muy condicionada por el proceso extraordinario de regularización de inmigrantes.

Finalmente, el mercado inmobiliario español mostró una cierta moderación en el número de operaciones hipotecarias, pero no en la demanda de financiación. Las hipotecas constituidas sobre viviendas descendieron un 3,5% interanual y un 5,5% mensual en julio, hasta 43.372 operaciones. Sin embargo, el capital prestado aumentó un 7% respecto al mismo mes de 2025, gracias a un incremento del 10,9% del importe medio, hasta 180.785 euros.

Datos macroeconómicos publicados en Estados Unidos

La agenda macroeconómica estadounidense dejó durante la semana una fotografía cada vez más definida: la economía mantiene un notable dinamismo, apoyada por el consumo y la inversión, pero el mercado laboral comienza a perder impulso y la inflación subyacente resultó algo menos intensa de lo estimado previamente. La combinación reduce la urgencia de nuevas subidas de tipos por parte de la Reserva Federal, aunque está lejos de ofrecer una señal inequívoca de finalización del ciclo de endurecimiento.

La principal sorpresa positiva procedió de la revisión de las cuentas nacionales. El crecimiento del PIB del segundo trimestre fue elevado desde el 1,5% hasta el 2,2% anualizado, con el consumo privado revisado igualmente al alza hasta el 3,8%. Esta resistencia se prolongó durante el verano: en agosto, el gasto real de los hogares aumentó un 0,6% mensual, su mayor avance desde marzo de 2025, con fortaleza tanto en bienes duraderos como en consumo discrecional. La contrapartida es que la renta disponible real permaneció estancada y la tasa de ahorro descendió hasta el 4,1%, mínimo desde 2022, sugiriendo que los hogares continúan sosteniendo la expansión, pero disponen de un colchón financiero progresivamente menor.

La evolución de la inflación ofreció cierto alivio. El PCE general aumentó un 0,3% mensual en agosto, mientras el subyacente avanzó únicamente un 0,2%, una décima menos de lo esperado. Más relevantes fueron las revisiones anuales de la BEA, que redujeron las tasas interanuales del PCE general y subyacente hasta el 3,4% y el 3,0%, respectivamente. La inflación continúa claramente por encima del objetivo de la Fed, pero la fotografía es menos adversa de lo que se estimaba anteriormente y permite al banco central afrontar sus próximas decisiones con mayor paciencia.

Las señales procedentes de la industria siguieron siendo sólidas. El ISM manufacturero se mantuvo en 54,5 puntos en septiembre, con una mejora de los nuevos pedidos y del empleo, mientras la encuesta de la Fed de Dallas mostró fuertes avances de producción, pedidos y envíos. Sin embargo, ambas referencias volvieron a advertir de la presión de los costes: el componente de precios pagados del ISM alcanzó 77,9 puntos, reflejando el impacto del encarecimiento energético. Por otra parte, el déficit comercial de bienes se amplió inesperadamente hasta 132.600 millones de dólares en agosto, debido a un fuerte crecimiento de las importaciones de suministros industriales y bienes de capital. Aunque esto anticipa una contribución negativa del sector exterior al PIB del tercer trimestre, también refleja indirectamente la fortaleza de la demanda doméstica y del ciclo inversor asociado a la inteligencia artificial.

El principal cambio de tono llegó del mercado laboral. La encuesta JOLTS ya había anticipado una menor demanda de trabajadores, con las vacantes descendiendo hasta 7,1 millones, mínimo de cinco meses. El informe oficial de septiembre confirmó posteriormente una fuerte desaceleración de las contrataciones: las nóminas no agrícolas aumentaron en apenas 29.000 empleos y los meses anteriores fueron revisados a la baja, mientras la tasa de desempleo subió ligeramente hasta el 4,2% y el crecimiento salarial interanual se moderó al 3,0%, mínimo desde 2021. Sin embargo, el deterioro dista de ser generalizado. El aumento del desempleo estuvo parcialmente explicado por una mayor participación laboral, la encuesta de hogares mostró una evolución del empleo considerablemente mejor y las solicitudes semanales de subsidios permanecieron extraordinariamente bajas, con apenas 197.000 nuevas peticiones

y las solicitudes totales en mínimos desde 2023. La economía parece haber entrado, por tanto, en una fase de pocas contrataciones, pero también pocos despidos.

Sin embargo, la confianza del consumidor del Conference Board cayó con mucha más intensidad de lo previsto, hasta 81,9 puntos, mínimo desde 2014, con un deterioro tanto de la valoración de la situación actual como de las expectativas. Los consumidores muestran una preocupación creciente por el coste de la vida, los elevados precios de los combustibles y unas oportunidades laborales menos abundantes, reduciendo además sus intenciones de compra de viviendas, automóviles y otros bienes duraderos. La divergencia entre una confianza muy deprimida y un gasto efectivo todavía extraordinariamente resistente constituye uno de los elementos más llamativos del escenario actual.

Datos macroeconómicos publicados en Asia

El IPC de Tokio sorprendió claramente al alza en septiembre, reforzando los argumentos para que el Banco de Japón continúe normalizando su política monetaria. La inflación excluyendo alimentos frescos se aceleró desde el 1,8% hasta el 2,7% interanual, frente al 2,3% esperado, mientras la medida que excluye también la energía repuntó del 2% al 3%. Parte del salto, no obstante, respondió a la desaparición de subsidios temporales

Por otra parte, los PMI de septiembre ofrecieron una señal bastante clara de estabilización de la economía china tras la debilidad del verano, favorecida por la aceleración del estímulo fiscal. El PMI manufacturero oficial regresó a terreno expansivo al subir de 49,8 a 50,1 puntos, mientras el no manufacturero sorprendió positivamente con un avance desde 49,0 hasta 50,2, impulsado especialmente por la construcción, que volvió a crecer por primera vez este año. La mejora industrial fue además más amplia que el sector tecnológico, con una recuperación significativa de los bienes de consumo, mientras el PMI manufacturero RatingDog, más orientado a exportadores, avanzó hasta los 52,1 puntos.

Catalizadores Semanales

La semana que comienza tendrá como principal referencia las actas de la reunión de septiembre de la Reserva Federal, que previsiblemente mostrarán un respaldo amplio a la necesidad de mantener un sesgo restrictivo. En el terreno macroeconómico, el foco estará en el ISM de servicios estadounidense, donde se espera cierta moderación de la actividad. Fuera de Estados Unidos, destacará la producción industrial de agosto en Alemania, aunque en general la agenda macroeconómica semanal es bastante ligera.

En España:

- **PMI de servicios y compuesto del mes de septiembre (5-oct).** El PMI de servicios de septiembre debería confirmar que la economía española mantiene un ritmo de expansión elevado, aunque con cierta moderación respecto al mes anterior. El consenso espera que el indicador descienda desde 57,8 hasta 57,0 puntos, todavía ampliamente por encima del umbral de 50 que separa expansión de contracción, mientras el PMI compuesto se moderaría ligeramente desde 55,8 hasta 55,5 puntos. Tras conocerse además un PMI manufacturero de 51,0, el conjunto de las encuestas seguiría apuntando a un crecimiento sólido y relativamente generalizado, con los servicios manteniéndose como principal motor de actividad.
- **Producción industrial del mes de agosto (6-oct).** La producción industrial española de agosto podría mostrar un moderado descenso mensual tras el avance registrado en julio, con el consenso esperando una caída del 0,5%, frente al incremento previo del 0,6%. Sin embargo, la lectura interanual ajustada mantendría un tono más favorable, acelerándose ligeramente desde el 2,3% hasta el 2,4%.

En Europa:

- **Ventas minoristas de agosto en la eurozona (6-oct).** Las ventas minoristas de la eurozona deberían mostrar una recuperación modesta en agosto, con el consenso esperando un avance mensual del 0,2%, después de la caída del 0,6% registrada en julio. En términos interanuales, el crecimiento se aceleraría desde el 0,6% hasta el 1,1%, apuntando a una cierta resistencia del consumo pese al deterioro reciente de la confianza

de los hogares.

- **Producción industrial de agosto en Alemania (7-oct).** La producción industrial alemana podría mostrar una modesta recuperación en agosto, después de caer un 1,1% mensual en julio, cuando el dato estuvo especialmente penalizado por una interrupción temporal de la producción automovilística. Las señales adelantadas son razonablemente constructivas: la mejora de las expectativas empresariales, el aumento de los pedidos y el avance de la valoración de la situación actual de los fabricantes en la encuesta Ifo apuntan a un repunte de la producción y a una trayectoria industrial algo más favorable durante los próximos trimestres. El consenso espera un avance mensual del 0,5% y un crecimiento interanual del 0,7%, que devolvería la producción a terreno positivo por primera vez en ocho meses. El principal factor de cautela son las disrupciones logísticas provocadas por los bajos niveles del Rin, que podrían haber limitado parcialmente la recuperación durante el mes.
- **Actas de la reunión de septiembre del BCE (8-oct).** Las actas de la reunión de septiembre del BCE deberían ser especialmente relevantes para calibrar el grado de consenso existente dentro del Consejo de Gobierno sobre nuevas subidas de tipos y, sobre todo, su calendario. La reunión ya mostró una mayor preocupación por la persistencia de la inflación y vino acompañada de revisiones al alza de las previsiones de crecimiento y precios, lo que reforzó el sesgo restrictivo. Sin embargo, desde entonces el fuerte repunte de las rentabilidades soberanas ha endurecido de forma significativa las condiciones financieras, mientras que la crisis energética todavía no está generando una transmisión generalizada hacia la inflación subyacente. Por ello, el mensaje de las actas podría haber quedado relativamente desfasado.

En EE.UU.:

- **ISM no manufacturero del mes de septiembre (5-oct).** El ISM de servicios de septiembre debería confirmar que la economía estadounidense continúa expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado, con el consenso esperando un descenso desde 55,4 hasta 55,0 puntos. Las encuestas regionales ya conocidas apuntan a una pérdida de impulso tanto de la actividad como de la demanda y del empleo. El principal foco estará, en cualquier caso, en las presiones sobre los precios pagados: las encuestas regionales muestran que las presiones de costes siguen siendo muy elevadas, por lo que una persistencia del componente cerca de los altos niveles de agosto reforzaría la idea de que la inflación de servicios continúa siendo el principal obstáculo

para la Fed.

- **Balanza comercial del mes de agosto (6-oct).** La balanza comercial estadounidense de agosto debería mostrar un nuevo deterioro significativo del saldo exterior, con el consenso esperando que el déficit total se amplíe desde 88.600 hasta aproximadamente 101.900 millones de dólares, después de que el déficit adelantado de bienes alcanzara 132.600 millones. El movimiento estaría explicado en buena medida por el fuerte crecimiento de las importaciones de suministros industriales y productos energéticos, así como por las compras de bienes de capital vinculadas al despliegue de inteligencia artificial, que continúan reflejando la fortaleza de la inversión empresarial. Las exportaciones también deberían verse favorecidas por los mayores volúmenes de crudo y productos refinados, aunque en menor medida.
- **Actas de la reunión de septiembre de la Reserva Federal (7-oct).** Las actas de la Reserva Federal deberían mostrar un amplio respaldo dentro del FOMC a continuar endureciendo la política monetaria, después de que la reunión concluyera con una subida unánime de 25 puntos básicos. Se espera que reflejen que prácticamente todos los miembros consideraban apropiada al menos una subida adicional durante 2026 y que varios contemplaban incluso dos, en línea con el gráfico de puntos publicado entonces. Sin embargo, su contenido estará parcialmente desactualizado: desde aquella reunión, las revisiones del PCE han mostrado una inflación inferior a la estimada previamente y el débil informe de empleo de septiembre ha reducido considerablemente la urgencia de actuar. Por ello, unas actas restrictivas no necesariamente deberían interpretarse como una señal de subida inminente en octubre, aunque podrían mantener abierta la posibilidad de un movimiento en diciembre.
- **Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo (8-oct).** Las solicitudes iniciales de subsidios por desempleo deberían mantenerse en niveles extraordinariamente reducidos, confirmando que el enfriamiento del mercado laboral estadounidense continúa produciéndose fundamentalmente a través de una menor contratación y no de un aumento de los despidos. El consenso espera unas 200.000 nuevas peticiones, frente a las 197.000 de la semana anterior.
- **Lectura preliminar de la confianza del consumidor de octubre, medida por la Universidad de Michigan (9-oct).** La lectura preliminar de octubre de la Universidad de Michigan debería mostrar una ligera estabilización de la confianza del consumidor estadounidense, después del fuerte deterioro observado durante los últimos meses. El consenso espera que el índice se sitúe en 47,8 puntos, frente a los 48,1 de septiembre. Más allá del indicador agregado, el foco estará nuevamente en las expectativas de

inflación, después de que en septiembre alcanzaran el 4,6% a un año y el 3,4% a largo plazo. Pese al pesimismo reflejado por las encuestas, los fundamentales de los hogares parecen algo más sólidos de lo que sugiere el sentimiento: las revisiones recientes elevaron las estimaciones de salarios, rentas e ingresos financieros, ayudando a explicar la resistencia del consumo.

Mercados

Los mercados afrontan las próximas semanas desde una posición todavía exigente, aunque el balance de riesgos ha mejorado moderadamente respecto a la semana pasada. La economía mundial continúa mostrando una resistencia razonable, los beneficios empresariales mantienen un soporte importante y el ciclo de inversión asociado a la inteligencia artificial y a la soberanía industrial sigue proporcionando un motor estructural relevante. Al mismo tiempo, dos de los factores que más habían deteriorado recientemente el entorno financiero —la crisis energética y el endurecimiento de las expectativas monetarias— han comenzado a ofrecer señales más favorables.

El cambio más relevante procede de Oriente Medio. La situación geopolítica sigue siendo frágil, pero la capacidad de Irán para interrumpir los flujos energéticos a través del Estrecho de Ormuz parece haberse reducido. Las exportaciones saudíes de crudo aumentaron con fuerza en septiembre y, según algunas estimaciones, los embarques de crudo de Oriente Medio se han recuperado hasta alrededor del 98% de los niveles anteriores a la guerra. La adaptación de las navieras, el aumento de la seguridad marítima y el uso de rutas alternativas están permitiendo la recuperación de los flujos pese a que continúan produciéndose incidentes.

Esta normalización parcial es importante porque reduce uno de los principales canales de transmisión del conflicto hacia la economía mundial. Mientras Irán mantuviera la capacidad efectiva de restringir de forma prolongada las exportaciones del Golfo, el riesgo sobre petróleo, inflación y expectativas de tipos permanecía muy elevado. La recuperación de los flujos no elimina ese riesgo, pero sí reduce su probabilidad y empieza a limitar la prima energética.

El segundo desarrollo favorable procede de Estados Unidos. El informe de empleo de septiembre mostró una moderación más evidente del mercado laboral, reduciendo la urgencia para que la Reserva Federal continúe endureciendo inmediatamente su política monetaria.

La combinación de un mercado laboral menos tensionado y una eventual estabilización de los precios energéticos mejora especialmente el escenario para la renta fija. El reciente repunte de las rentabilidades soberanas había reflejado el temor a que la crisis energética prolongara

la inflación y obligara a los bancos centrales a endurecer adicionalmente su política monetaria. Si el petróleo continúa estabilizándose mientras el empleo pierde gradualmente impulso, ese escenario empieza a resultar menos probable.

No significa necesariamente que hayamos alcanzado definitivamente el máximo de las rentabilidades. La inflación sigue siendo elevada y los déficits fiscales y necesidades de emisión continuarán presionando especialmente los tramos largos de las curvas. Pero la asimetría empieza a ser algo más favorable: unas rentabilidades elevadas proporcionan ahora un colchón considerable, mientras aumenta la posibilidad de que parte del endurecimiento actualmente descontado finalmente no se materialice.

En renta variable seguimos considerando apropiado mantener una posición neutral. La reciente corrección ha reducido parcialmente las valoraciones y los beneficios empresariales continúan ofreciendo un soporte razonable, especialmente en Estados Unidos y en las áreas vinculadas al ciclo de inversión tecnológico. Sin embargo, los tipos reales siguen siendo elevados, el conflicto de Oriente Medio permanece abierto y todavía no existe suficiente evidencia para adoptar un posicionamiento más decidido.

En conjunto, el balance de riesgos es hoy algo más constructivo que hace una semana. La recuperación de los flujos a través de Ormuz reduce el riesgo de un nuevo impacto inflacionista, mientras la moderación del empleo estadounidense disminuye la presión para un endurecimiento inmediato adicional de la Fed. Ninguno de estos desarrollos elimina los riesgos existentes, pero ambos empiezan a debilitar la combinación de energía cara, inflación elevada y tipos crecientes que había condicionado negativamente a los mercados. Todavía no es suficiente para aumentar el riesgo de las carteras, pero sí para afrontar las próximas semanas con algo más de confianza.

Contenidos de la presentación BBVA

La presente documentación se suministra con fines informativos y no constituye ni puede interpretarse como una oferta, invitación o incitación para la venta, compra o suscripción de valores, productos o servicios financieros, ni su contenido constituirá base de ningún contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Las opiniones, estimaciones, predicciones, recomendaciones o estrategia de inversión que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pudieran sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados, sin que BBVA se obligue a revisarlas públicamente en el caso de que se produzcan cambios de estrategia, de intenciones o de acontecimientos no previstos que puedan afectar a las mismas.

Los servicios, productos, opiniones, predicciones, estimaciones y estrategias que puedan contener la presente documentación pueden no ser adecuadas para los inversores por razón de su específica posición jurídica o financiera u objetivos de inversión, y en ningún caso conllevan que se esté prestando asesoramiento jurídico, contable o fiscal alguno. A tal efecto se recomienda a los inversores que obtengan asesoramiento específico y especializado de sus asesores. Algunos productos o servicios se presentan a título de ejemplo por lo que pueden no contar con una disponibilidad inmediata o con posibilidad de ser ofrecidos.

El contenido del presente documento se basa en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. Los servicios, productos y precios que pueda contener el presente documento pueden sufrir modificaciones o cambiar sin previo aviso. Las alusiones a rentabilidades pasadas no presuponen, predisponen o condicionan rentabilidades futuras.

BBVA o alguna entidad de su Grupo pueden tener una posición en cualquiera de los valores objeto directa o indirectamente de este documento, o pueden negociar por cuenta propia o ajena con tales valores, o prestar servicios de asesoramiento, colocación o de otro tipo al emisor de los valores mencionados o a compañías vinculadas al mismo o tener otros intereses o realizar transacciones con dichos valores.

La presente documentación y la información contenida en la misma no sustituye ni modifica la contenida en la preceptiva documentación correspondiente a los distintos productos y servicios.